2026 年 11 月 11 日
证券研究报告•2026 年三季报点评

三一重工（600031） 机械设备

买入（首次）
当前价：18.53 元
目标价：22.20 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

全球工程机械龙头，全球化与电动化开启新成长

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 784.13 亿元，同比增长 18.81%；实现归母净利润 80.04 亿元，同比增长 12.22%。2026Q3 单季度实现营业收入 248.04 亿元，同比增长 16.96%；实现归母净利润 23.14 亿元，同比增长 20.62%，扣非归母净利润 20.42 亿元、同比增长 20.37%，在汇兑损失 6.9 亿元背景下利润增速环比 Q1、Q2 明显回升。
- **全球工程机械龙头，五大品类协同、海外收入占比超六成。**公司 2026 前三季度收入结构继续向海外倾斜：上半年海外收入 320.40 亿元、同比增长 21.82%，占主营收入 61.33%，其中亚澳、欧洲、美洲、非洲分别增长 17.38%、12.68%、24.70%、47.66%。挖掘机国内销量连续 15 年第一、混凝土机械连续 15 年全球第一品牌，五大品类份额稳固。
- **内外需共振叠加海外盈利抬升，利润弹性逐步释放。**2026 年 1-9 月行业挖机销量 21.43 万台、同比增长 23.1%，出口 10.97 万台、同比增长 30.4%，公司作为挖机与出海双龙头充分受益；上半年海外毛利率 32.50%、同比提升 1.32 个百分点，海外毛利占比升至 69%，海外已成为利润中心。
- **汇兑扰动逐季减弱，毛利率连续三个季度同比提升。**Q1-Q3 汇兑损失分别为 10.6、10.4、6.9 亿元，逐季收敛；前三季度综合毛利率 27.99%、同比提升 0.37 个百分点，Q3 单季 28.43%、同比提升 0.44 个百分点。若剔除 Q3 汇兑损失，Q3 归母同比增速约 55%，主业盈利改善幅度更大。
- **A+H 双平台落地，分红与回购并重。**2025 年 10 月 H 股上市，形成 A+H 双平台；2025 年度现金分红 42.61 亿元、占归母净利润 50.68%，对应股息率约 2.5%，近三年累计分红占归母净利润 67.90%；2026 年 7 月推出 4-8 亿元回购用于员工持股，为连续第七年实施员工持股。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 102.29、137.43、158.78 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 23.60%。考虑到公司 2026 年前三季度归母净利率 10.25%、为 3 家可比公司均值 6.14%的 1.67 倍，海外收入占比 63.19%、海外毛利率 32.41%、高出国内 11.48 个百分点，而 3 家可比公司归母净利润同期均为负增长、公司同比增长 12.22%，以及挖掘机与混凝土机械的全球龙头地位，给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应目标价 22.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内基建与地产投资不及预期、海外贸易壁垒与汇率大幅波动、原材料价格波动与行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	89231.00	104500.00	120000.00	135600.00
增长率	14.73%	17.11%	14.83%	13.00%
归属母公司净利润（百万元）	8408.06	10229.17	13743.14	15877.55
增长率	41.18%	21.66%	34.35%	15.53%
每股收益 EPS（元）	0.91	1.11	1.49	1.73
净资产收益率 ROE	9.49%	10.39%	12.47%	12.86%
PE	21	17	13	11
PB	1.96	1.76	1.57	1.40

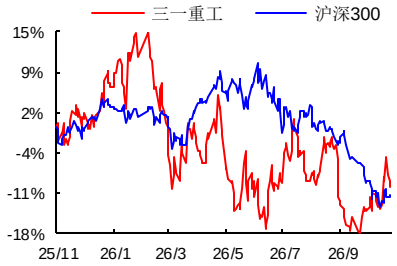
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：邰桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@swsc.com.cn

分析师：张雪
执业证号：S1250526020001
电话：021-58351893
邮箱：zhxue@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	91.95
流通 A 股(亿股)	84.74
52 周内股价区间(元)	16.95-23.98
总市值(亿元)	1,703.83
总资产(亿元)	1,859.50
每股净资产(元)	10.25

相关研究

目 录

1 三一重工：全球工程机械龙头，全球化与电动化开启新成长 1

1.1 全球工程机械龙头，五大品类协同、海外收入占比超六成 1

1.2 内外需共振与海外盈利抬升，汇兑扰动逐季减弱 3

1.3 创始人控股、治理稳健，A+H 双平台与高分红并重 4

2 盈利预测与估值 5

2.1 盈利预测 5

2.2 相对估值 6

3 风险提示 7

图 目 录

图 1：公司深耕工程机械三十余载，产品与全球布局持续拓展 2
图 2：公司业务覆盖挖掘、混凝土、起重、桩工路面机械与后市场服务 2
图 3：2026 年前三季度，公司实现营收 784 亿 3
图 4：2026 年前三季度，公司实现归母净利润 80 亿 3
图 5：2026 年前三季度，公司毛利率逐季修复 4
图 6：2026 年前三季度，公司期间费用率整体可控 4
图 7：实际控制人为梁稳根先生 5

表 目 录

表 1：公司分业务收入及毛利率预测 6
表 2：可比公司估值（截至 2026 年 11 月 3 日） 7
附表：财务预测与估值 8

1 三一重工：全球工程机械龙头，全球化与电动化开启新成长

1.1 全球工程机械龙头，五大品类协同、海外收入占比超六成

三一重工是全球工程机械龙头与全场景解决方案提供商，1989 年以焊接材料起家，1994 年在长沙成立，2003 年登陆上交所，2025 年 10 月完成 H 股上市，形成“A+H”双资本平台。公司主营挖掘机械、混凝土机械、起重机械、桩工机械、路面机械五大品类，挖掘机国内销量连续 15 年位居第一，混凝土机械连续 15 年蝉联全球第一品牌。2025 年公司实现营业收入 892.31 亿元、同比增长 14.73%，归母净利润 84.08 亿元、同比增长 41.18%；2026 年前三季度实现营业收入 784.13 亿元、同比增长 18.81%，归母净利润 80.04 亿元、同比增长 12.22%。

1）挖掘机械：公司核心基本盘与最大利润来源，涵盖微挖、小挖、中挖、大挖及矿用挖掘机，广泛应用于农田水利、市政、基建与矿山开采。2025 年实现收入 345.44 亿元、同比增长 13.73%，毛利率 34.24%、同比提升 2.42 个百分点，为五大品类中最高；2026 上半年收入 213.06 亿元、同比增长 21.77%，毛利率 34.29%、同比再提升 1.55 个百分点。公司国内市场连续 15 年销量第一，全球份额稳步提升；SY4000H 大吨位矿挖已交付铜矿客户并投入实战，SY600EP（55 吨级纯电）补齐大型电动挖产品线。

2）混凝土机械：全球第一品牌，涵盖混凝土泵车、拖泵、车载泵、搅拌车与搅拌站，下游对应铁路、公路、地铁、水电及城建。2025 年实现收入 157.38 亿元、同比增长 9.53%，毛利率 20.15%、同比下降 0.36 个百分点，主要受国内搅拌车价格竞争影响；2026 上半年收入 90.22 亿元、同比增长 21.25%，毛利率 23.43%、同比提升约 0.5 个百分点，电动搅拌车成为拉动增长的核心爆款，公司电动搅拌车、电动泵车市占率均居行业第一。

3）起重机械：包括汽车起重机、全地面起重机与履带起重机，服务于电力、钢铁、桥梁、造船、石化及风电吊装。2025 年实现收入 155.63 亿元、同比增长 18.67%，毛利率 28.96%、同比提升 1.73 个百分点；2026 上半年收入 84.46 亿元、同比增长 8.22%，毛利率 28.21%、同比下降 0.85 个百分点，增速放缓主要受中东区域项目节奏影响，中小型履带起重机份额仍居全国第一。SCC10000T 千吨级履带吊交付丹麦海上风电项目，欧洲起重机可触达市场约 130 亿元、公司份额仅 6%-7%，提升空间较大。

4）桩工机械与路面机械：桩工以旋挖钻机为主，国内份额稳居第一，2025 年收入 28.20 亿元、同比增长 35.81%，2026 上半年 21.87 亿元、同比增长 63.11%，受益于高铁、水利及城市更新；路面机械包括压路机、摊铺机、平地机，2025 年收入 37.60 亿元、同比增长 25.18%，海外增速超过 30%，2026 上半年 22.78 亿元、同比增长 5.52%。两块业务 2026 上半年合计收入 44.65 亿元、同比增长 27.6%。

整体看，公司形成“挖掘机械稳基本盘、海外与矿山拓增量、电动化与后市场打开天花板”的业务矩阵。2026 年前三季度公司营业收入 784.13 亿元、同比增长 18.81%，归母净利润 80.04 亿元、同比增长 12.22%，扣非归母净利润 67.24 亿元、同比下降 5.38%，表观利润受汇兑损失拖累——上半年汇兑损失 21.04 亿元，而上年同期为汇兑收益 6.7 亿元，若按税后还原，上半年归母净利润约 70.75 亿元、同比增长 34.9%。

图 1：公司深耕工程机械三十余载，产品与全球布局持续拓展



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

聚焦工程机械主业，公司业绩由挖掘机械与海外业务双轮驱动，产品覆盖土方、基建、矿山、能源与市政全场景。公司构建“1+5+N”全球研发体系，累计建成 37 座灯塔工厂，为全球重工行业唯一获得世界经济论坛“灯塔工厂”认证的企业；海外渠道覆盖 150 多个国家与地区、500 多家子公司与代理商，海外人员本地化率超过 70%。

图 2：公司业务覆盖挖掘、混凝土、起重、桩工路面机械与后市场服务



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1）挖掘机与海外双轮驱动，Q3 单季收入创历史同期新高。2026 年前三季度营业收入 784.13 亿元、同比增长 18.81%，其中 Q3 单季 248.04 亿元、同比增长 16.96%，在 2025Q3 增长 10.73%的高基数上继续提速；自 2024Q3 以来单季收入已连续 9 个季度保持 10%以上增长。结构上，2026 上半年国内收入 202.0 亿元、同比增长 16.45%，海外收入 320.40 亿元、同比增长 21.82%、占主营收入 61.33%，外需接棒内需成为主引擎。

2）大型化与电动化同步突破，产品结构持续上移。大型化方面，SY4000H 矿挖进入核心矿挖制造商行列，千吨级履带吊切入欧洲海上风电供应链，60MPa 超高压拖泵参建吉达塔；电动化方面，2025 年新能源产品销售额 86.4 亿元、同比增长 115%，2026 上半年新增 15 款新能源产品上市，电动搅拌车、电动挖掘机、电动起重机、电动泵车市占率均居行业第一，电动化正由国内渗透走向出口放量。

1.2 内外需共振与海外盈利抬升，汇兑扰动逐季减弱

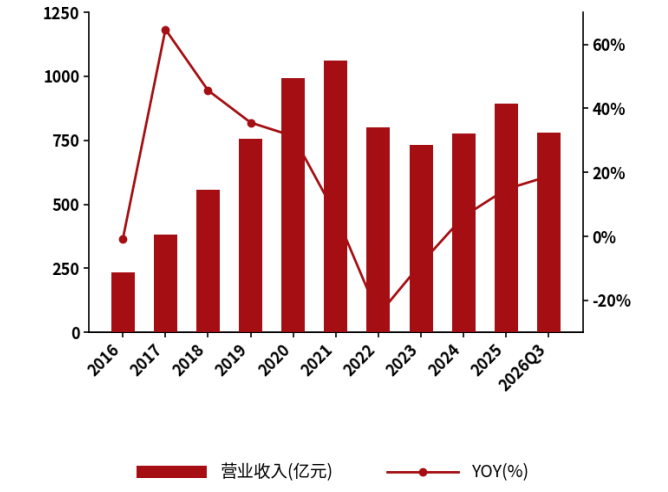
公司坚定推进“全球化、数智化、低碳化”三化战略，2026 年以来收入端延续加速、利润端受汇兑扰动，但扰动强度逐季减弱，主要系：

一是国内更新周期与出口共振，行业景气由挖机向非挖扩散。2026 年 1-9 月行业挖掘机销量 21.43 万台、同比增长 23.1%，其中国内 10.45 万台、同比增长 16.3%，出口 10.97 万台、同比增长 30.4%；装载机销量 11.71 万台、同比增长 24.9%，出口 5.87 万台、同比增长 34.2%。国内在超长期特别国债、地方化债与设备更新政策推动下进入上行周期，海外则受非洲、东南亚、中东基建与全球矿业资本开支拉动，公司作为挖机与出海双龙头充分受益。

二是海外盈利逆势抬升，海外已成为利润中心。2026 上半年海外毛利率 32.50%、同比提升 1.32 个百分点，海外毛利占比升至 69%；国内毛利率 20.69%、同比下降 1.4 个百分点。公司通过印尼、印度、巴西本地化制造与渠道下沉，以及欧洲普迈工厂保供美国，部分对冲关税与汇率影响——即便在 50%关税条件下，起重机、两头忙终端毛利率仍分别超过 30%、25%。2026 上半年亚澳、欧洲、美洲、非洲收入分别增长 17.38%、12.68%、24.70%、47.66%，区域分布均衡、单一市场波动可被对冲。

三是汇兑扰动逐季收敛，Q3 利润增速明显回升。2026Q1-Q3 汇兑损失分别为 10.6、10.4、6.9 亿元，逐季收敛；Q3 单季归母净利润 23.14 亿元、同比增长 20.62%，扣非归母净利润 20.42 亿元、同比增长 20.37%。前三季度经营活动现金流净额 124 亿元、净现比约 1.55，应收规模与在外货款质量保持稳定，经营质量仍处高位。

图 3：2026 年前三季度，公司实现营收 784 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

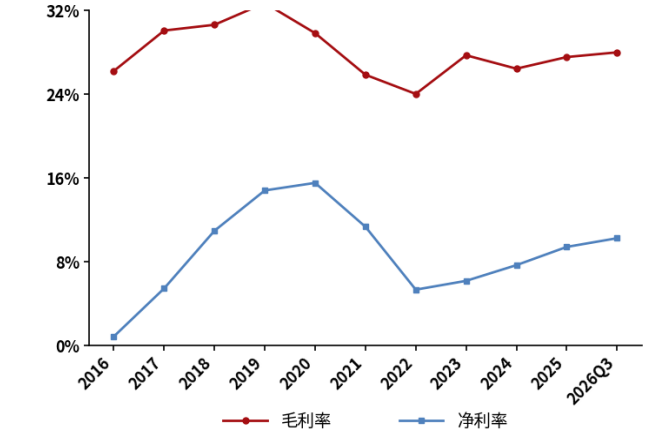
图 4：2026 年前三季度，公司实现归母净利润 80 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

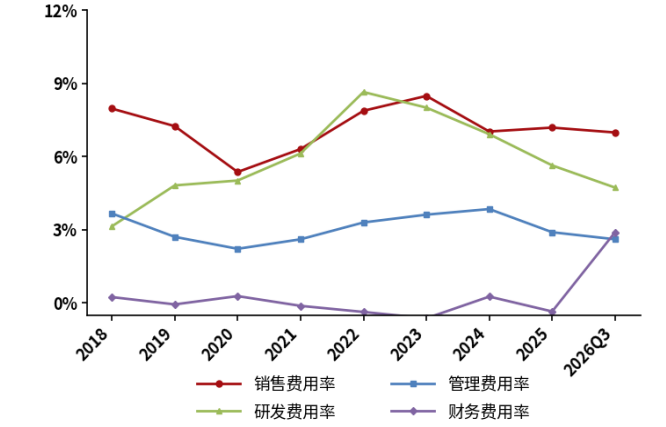
毛利率连续三个季度同比提升，费用率稳中有降。2026 前三季度综合毛利率 27.99%、同比提升 0.37 个百分点，Q3 单季 28.43%、同比提升 0.44 个百分点、环比提升 0.40 个百分点，在汇兑压力下实现逐季修复，反映提价落地、产品结构上移与降本增效的共同作用。费用端，前三季度销售、管理、研发费用率分别为 6.99%、2.61%、4.73%，三费合计 14.33%、同比下降 0.57 个百分点；财务费用率 2.90%、同比上升 3.85 个百分点，是利润增速低于收入增速的核心原因。

图 5：2026 年前三季度，公司毛利率逐季修复



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2026 年前三季度，公司期间费用率整体可控



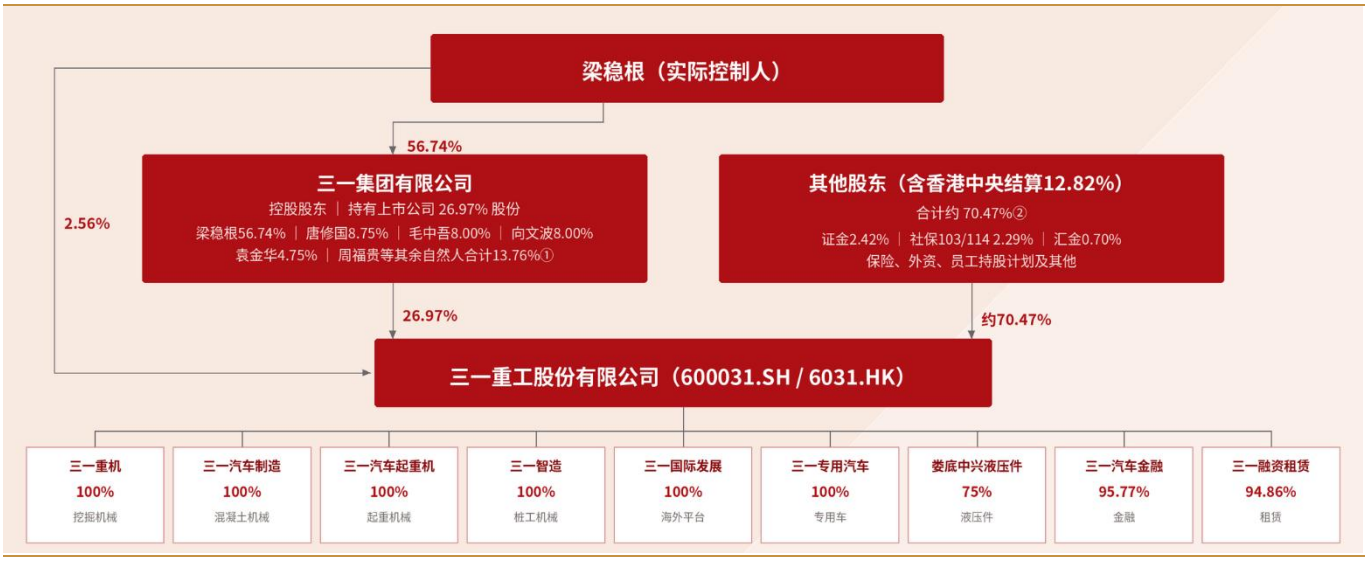
数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 创始人控股、治理稳健，A+H 双平台与高分红并重

创始人控股、治理结构稳定，A+H 双平台强化全球资源获取能力。公司控股股东为三一集团有限公司，持股 26.97%；实际控制人梁稳根先生直接持股 2.56%，并持有三一集团 56.74%股权，合计控制约 17.9%股份，创始团队通过集团持股形成稳定的控制结构，保障战略连续性。2025 年 10 月公司 H 股在港交所上市（发行价 21.30 港元，含超额配售合计发行 7.21 亿股），总股本增至 91.95 亿股，形成 A+H 双平台，为海外产能、渠道与服务网络投入提供资金支持。

分红与回购并重，股东回报力度持续提升。2025 年度公司现金分红合计 42.61 亿元（中期每股 0.31 元、年度每股 0.18 元），占归母净利润 50.68%，对应最新收盘价股息率约 2.5%；近三年累计分红占归母净利润 67.90%，上市以来累计分红 335.31 亿元。2026 年 7 月公司推出 4-8 亿元回购方案（价格上限 27.96 元/股）用于员工持股计划，持股计划规模不超过 5.0 亿元、覆盖员工不超过 5,420 人，为连续第七年实施员工持股。

图 7：实际控制人为梁稳根先生



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司挖掘机械业务主要包括微挖、小挖、中挖、大挖及矿用挖掘机，主要服务于国内基建、矿山、农田水利需求以及海外新兴市场与矿业资本开支。考虑到国内更新周期延续、海外矿山与中大挖渗透率提升、电动挖产品放量，预计 2026-2028 年收入分别为 411.0、474.7、540.0 亿元，同比增长 19.0%、15.5%、13.8%，毛利率分别为 34.5%、34.8%、35.0%。

假设 2：公司混凝土机械业务主要包括泵车、拖泵、车载泵、搅拌车与搅拌站，下游对应基建、城建及地产施工。考虑到国内更新需求与电动化替换、海外新兴市场渗透，预计 2026-2028 年收入分别为 185.7、211.0、236.3 亿元，同比增长 18.0%、13.6%、12.0%，毛利率分别为 23.6%、23.8%、24.0%。

假设 3：公司起重机械业务主要包括汽车起重机、全地面起重机与履带起重机，下游服务于电力、风电、桥梁、石化等吊装场景。考虑到国内风电与基建吊装需求、欧洲高端市场突破，预计 2026-2028 年收入分别为 169.6、191.0、212.0 亿元，同比增长 9.0%、12.6%、11.0%，毛利率分别为 28.3%、28.5%、28.7%。

假设 4：公司桩工机械与路面机械业务主要包括旋挖钻机、压路机、摊铺机与平地机，下游对应高铁、水利、公路养护与市政施工。考虑到桩工受益于水利与城市更新、路面机械海外增速超过 30%，预计 2026-2028 年合计收入分别为 81.1、96.3、111.1 亿元，同比增长 23.3%、18.7%、15.4%，毛利率分别为 24.2%、24.7%、25.2%。

假设 5：公司其他业务主要包括配件销售与再制造、融资租赁、汽车金融及保险等后市场与金融服务，主要配套主机销售与全生命周期服务。考虑到保有量持续扩大带来后市场增

量、金融业务稳健扩张，预计 2026-2028 年收入分别为 197.6、227.0、256.6 亿元，同比增长 18.3%、14.9%、13.0%，毛利率分别为 20.0%、21.3%、21.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入	89,231	104,500	120,000	135,600
	增速	14.73%	17.11%	14.83%	13.00%
	毛利率	27.54%	28.00%	28.50%	28.70%
挖掘机械	收入	34,544	41,100	47,470	54,000
	增速	13.73%	18.98%	15.50%	13.76%
	毛利率	34.24%	34.50%	34.80%	35.00%
混凝土机械	收入	15,738	18,570	21,100	23,630
	增速	9.53%	18.00%	13.62%	12.00%
	毛利率	20.15%	23.60%	23.80%	24.00%
起重机械	收入	15,563	16,960	19,100	21,200
	增速	18.67%	8.98%	12.62%	11.00%
	毛利率	28.96%	28.30%	28.50%	28.70%
桩工及路面机械	收入	6,576	8,110	9,630	11,110
	增速	29.20%	23.25%	18.74%	15.37%
	毛利率	24.80%	24.20%	24.70%	25.20%
其他（配件、金融及租赁）	收入	16,810	19,760	22,700	25,660
	增速	17.95%	18.28%	14.88%	13.04%
	毛利率	20.40%	20.00%	21.30%	21.30%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑公司业务范围，选取与公司工程机械主业一致的徐工机械、中联重科、柳工 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 11、9、7 倍。

考虑到公司 2026 年前三季度归母净利率 10.25%、为 3 家可比公司均值 6.14%的 1.67 倍，海外收入占比 63.19%、海外毛利率 32.41%、高出国内 11.48 个百分点，而 3 家可比公司归母净利润同期均为负增长、公司同比增长 12.22%，以及挖掘机与混凝土机械的全球龙头地位，给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应目标价 22.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2026 年 11 月 3 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E
000425.SZ	徐工机械	7.13	0.65	0.86	1.05	11.04	8.26	6.80
000157.SZ	中联重科	6.16	0.54	0.67	0.80	11.49	9.17	7.66
000528.SZ	柳工	8.30	0.84	1.05	1.24	9.92	7.94	6.68
可比公司平均值						10.82	8.46	7.04

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1）国内基建与地产投资不及预期的风险。公司挖掘机械、混凝土机械与起重机械需求与基建、地产开工高度相关。若专项债发行与项目落地节奏放缓、地产新开工持续走弱，将直接影响公司国内销量与价格体系，进而拖累收入与毛利率修复。

2）海外贸易壁垒与汇率大幅波动的风险。2026 上半年公司海外收入占比已达 61.33%，美国、欧洲、印度等市场存在关税上调与本地化要求提升的可能；同时公司美元、欧元等外币敞口较大，若人民币再次快速升值，将阶段性侵蚀利润。

3）原材料价格波动与行业竞争加剧的风险。钢材、液压件、电池等占营业成本比重较高，若大宗原材料价格上行，将压缩毛利率；同时国内电动装载机、搅拌车价格竞争仍较激烈，若价格战延续，公司毛利率修复幅度可能不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	89231.00	104500.00	120000.00	135600.00
营业成本	64660.29	75618.64	86251.93	97186.71
营业税金及附加	518.11	2100.97	2412.60	2726.24
销售费用	6414.68	10504.87	11459.86	12949.64
管理费用	2589.07	3676.70	4222.05	4770.92
财务费用	-312.18	1923.59	1365.48	1296.30
资产减值损失	-138.43	-200.00	-200.00	-200.00
投资收益	427.16	300.00	600.00	600.00
公允价值变动损益	-358.40	200.00	200.00	200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	9935.67	11923.90	15918.14	18382.16
其他非经营损益	-28.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	9907.17	11923.90	15918.14	18382.16
所得税	1419.52	1550.11	1989.77	2297.77
净利润	8487.65	10373.79	13928.37	16084.39
少数股东损益	79.59	144.62	185.24	206.84
归属母公司股东净利润	8408.06	10229.17	13743.14	15877.55

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	8487.65	10373.79	13928.37	16084.39
折旧与摊销	3207.14	2692.84	2692.84	2692.84
财务费用	-312.18	1923.59	1365.48	1296.30
资产减值损失	-138.43	-200.00	-200.00	-200.00
经营营运资本变动	4450.76	-10090.94	-1302.81	-2041.91
其他	4280.33	614.63	-91.06	683.15
经营活动现金流净额	19975.26	5313.92	16392.82	18514.77
资本支出	1455.69	1500.00	1500.00	1500.00
其他	-19364.99	11007.12	800.00	800.00
投资活动现金流净额	-17909.30	12507.12	2300.00	2300.00
短期借款	3175.09	2871.55	1000.00	1000.00
长期借款	-3702.82	-2000.00	-2000.00	-2000.00
股权融资	14015.29	0.00	0.00	0.00
支付股利	-5643.59	-1681.61	-2045.83	-2748.63
其他	-6267.99	-3563.77	-1365.48	-1296.30
筹资活动现金流净额	1576.00	-4373.83	-4411.31	-5044.93
现金流量净额	3328.38	13447.21	14281.51	15769.84

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	38451.24	51898.45	66179.96	81949.80
应收和预付款项	29939.18	37825.87	42894.82	48201.38
存货	22526.66	26452.48	30796.63	34425.43
其他流动资产	33380.67	23434.96	24576.87	25726.14
长期股权投资	2489.10	2489.10	2489.10	2489.10
投资性房地产	204.08	204.08	204.08	204.08
固定资产和在建工程	22133.55	20244.49	18355.43	16466.37
无形资产和开发支出	4584.38	4590.50	4592.50	4595.50
其他非流动资产	19590.27	19573.06	19555.85	19538.64
资产总计	173299.14	184420.31	205063.98	226725.63
短期借款	9128.45	12000.00	13000.00	14000.00
应付和预收款项	41191.25	45025.38	52314.86	59099.02
长期借款	7853.37	5853.37	3853.37	1853.37
其他负债	25694.68	21735.13	24206.78	26748.51
负债合计	83867.74	84613.88	93375.01	101700.90
股本	9195.00	9195.00	9195.00	9195.00
资本公积	18467.03	18467.03	18467.03	18467.03
留存收益	63148.17	71695.73	83393.03	96521.96
归属母公司股东权益	88331.24	98561.65	110258.96	123387.88
少数股东权益	1100.15	1244.77	1430.01	1636.85
股东权益合计	89431.40	99806.43	111688.97	125024.73
负债和股东权益合计	173299.14	184420.31	205063.98	226725.63

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	14.73%	17.11%	14.83%	13.00%
营业利润增长率	42.04%	20.01%	33.50%	15.48%
净利润增长率	39.31%	22.22%	34.26%	15.48%
EBITDA 增长率	22.72%	28.91%	20.77%	11.99%
获利能力				
毛利率	27.54%	28.02%	28.50%	28.70%
三费率	9.69%	15.33%	14.13%	13.95%
净利率	9.46%	9.88%	11.55%	11.80%
ROE	9.49%	10.39%	12.47%	12.86%
ROA	4.90%	5.63%	6.79%	7.09%
ROIC	23.60%	34.26%	40.30%	48.25%
EBITDA/销售收入	14.30%	15.75%	16.56%	16.41%
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.59	0.62	0.63
固定资产周转率	4.13	5.21	6.60	8.32
应收账款周转率	2.99	3.08	2.98	2.98
存货周转率	2.97	3.02	2.98	2.97
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.61%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	48.39%	45.88%	45.53%	44.86%
带息债务/总负债	20.25%	21.10%	18.05%	15.59%
流动比率	1.73	1.87	1.93	1.99
速动比率	1.42	1.52	1.57	1.63
股利支付率	67.12%	16.44%	14.89%	17.31%

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	12830.62	16540.33	19976.46	22371.30
PE	20.60	16.94	12.61	10.91
PB	1.96	1.76	1.57	1.40
PS	1.93	1.65	1.44	1.27
EV/EBITDA	9.30	6.25	4.41	3.19
股息率	3.26%	0.97%	1.18%	1.59%

每股指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.91	1.11	1.49	1.73
每股净资产	9.61	10.72	11.99	13.42
每股经营现金	2.17	0.58	1.78	2.01
每股股利	0.61	0.18	0.22	0.30

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	李逸凡	销售岗	13906354066	liyf@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn